

# 基礎研 レポート

## ソフトバンク G がカギを握る 日経平均3万円回復の現実味

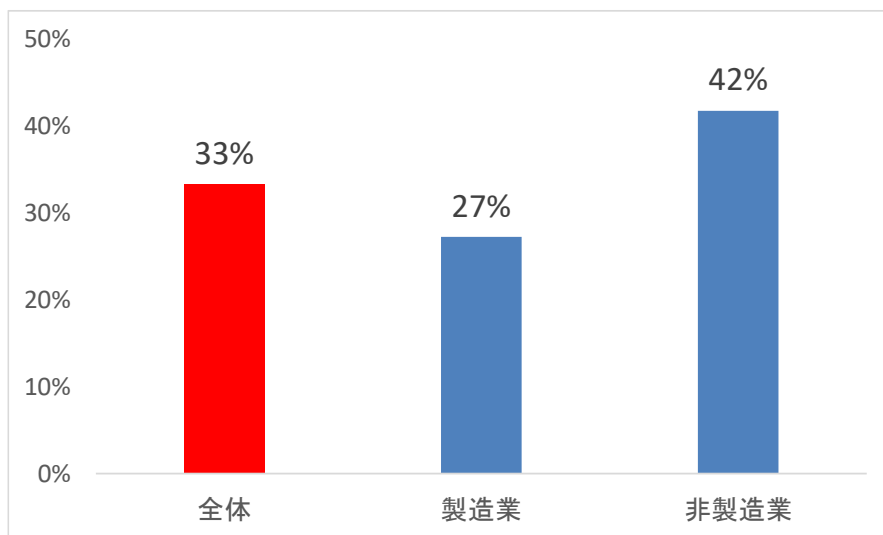
金融研究部 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾  
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

### 1——2022年3月期は大幅増益見通し

上場企業が発表した22年3月期の業績は、純利益が前期比33%増える見通しだ。牽引役は昨年後半に増益に転じた製造業で(21年3月期が増益だったため、22年3月期の予想増益率は非製造業よりも低い)、自動車や鉄鋼などはコストダウンで合理化したところに需要の急回復が重なる。

一方、新型コロナウイルス感染拡大による経済収縮の打撃が大きい非製造業も、ようやく増益に転じる見込みだ。ワクチン普及に伴う需要の回復期待を背景に鉄道・バス、小売業などが増益を見込む。

【図表1】22年3月期は3割増益の見込み



(注) 東証1部のうち5月31日までに22年3月期の予想純利益を公表した1,221社(金融を除く)

(資料) QUICKより作成

1年前の決算発表時はコロナ禍による先行き不透明感が極めて強かったため、「影響を合理的に見通せない」として約6割の企業が21年3月期の業績見通しを「未定」とする異例の事態となった。

22年3月期は9割超の企業が純利益の見通しを公表した。国内で緊急事態宣言が繰り返し延長され、世界的にも変異株の懸念が払拭されずにいる中で、今期も期初予想を「未定」とする企業が相応に残ると予想していたが、蓋を開けてみればほぼ例年どおりの開示状況となった。この点からも経済が“正常化”しつつあることを感じる。

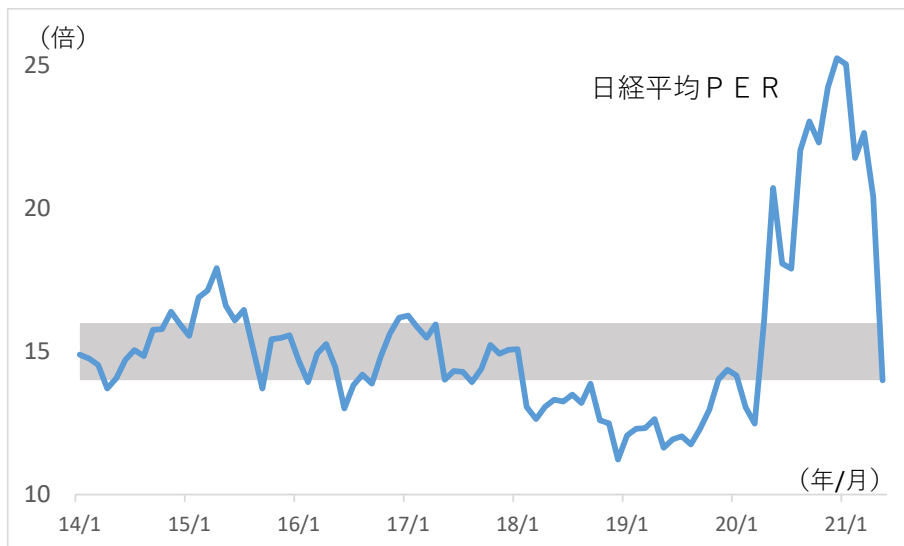
## 2——日経平均 PER が機能再開

こうした動きを先取りするように日経平均株価は2月に一時3万円を回復したが、5月は概ね2万8,000円台で推移した。再び3万円超えは期待できるのだろうか。

株価の割高割安を分析する際に PER（株価収益率＝株価÷純利益）を参考にすることが多い。日経平均の PER は 15 倍程度が標準とされ、14 年 1 月～18 年 2 月は日次の平均がちょうど 15.0 倍だった。図表 2 のとおり、PER14 倍が株価の下値メド、16 倍が上値メドとしてよく機能していた。

ところが 18 年 3 月に米トランプ政権が貿易摩擦を表面化させると PER は機能しなくなった。トランプ前大統領は米中関係以外にもパウエル FRB 議長の解任を示唆したり、中東情勢を変えようとするなど刺激的な行動が多かった。しかも、突如ツイッターに書き込む予測不能さもあって、投資家は気が休まらない日が続いた。多くの投資家が慎重姿勢に傾き、PER は 14 倍を割り込む状態が続いた。

【図表 2】 3 年以上ぶりに“フェアウェイ”に戻った日経平均 PER



(資料) QUICK より作成

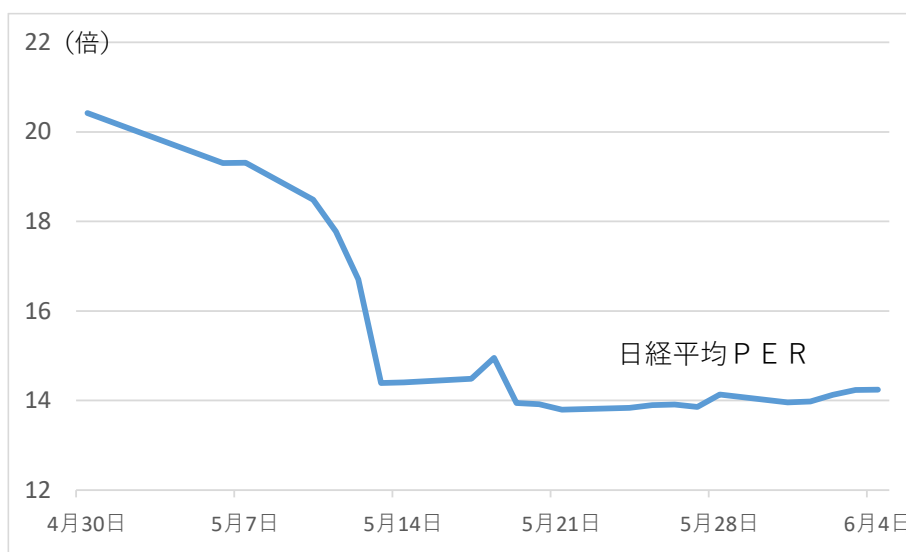
20年3月、世界はコロナショックに見舞われた。ところが主要国の迅速かつ大規模な財政出動と金融緩和によって株価はV字回復。実体経済に先行して株価が上昇し、PERは16倍どころか一時25倍を超え、市場の一部でコロナバブルとの見方もあった。

21年2月に日経平均が一時3万円を回復した頃をピークにPERは低下傾向に転じた。当初は株価が2万8,000円台まで下落したことが主な背景だったが、上場企業の決算発表が本格化すると22年3月期の大幅増益予想が相次ぎ、PERは14倍近辺まで下がった。18年以降ずっと機能不全に陥っていたPERが“フェアウェイ”に戻った格好だ。

### 3—ソフトバンクグループがカギを握る“実力3万円”

PERの推移を日次で追うと、5月19日以降は約14倍に張り付いている(図表3)。PERが機能していた17年以前に14倍近辺が続いたことは少なかったことを考えれば、今回も割安とみた投資家の押し目買いが入っても良さそうだが、実は、14倍が割安とは言い切れない理由がある。

【図表3】14倍から回復しない日経平均PER



(資料) QUICK より作成

日経平均の寄与度が6%を超えるソフトバンクグループ(以下、SBG)は22年3月期の純利益予想を開示していない。このため日経平均のPER算出には暫定値として4兆5,000億円が適用されている。21年3月期実績の約5兆円から1割ほど少ないものの、アナリスト予想の平均値(約2兆円)の2倍以上というのは過大評価している(PERを低く見せている)可能性がある。

日経新聞が公表した5月31日時点のPERは13.9倍だが、SBGの純利益を2兆円と仮定すると15.2倍となる(図表4-①②)。つまり「実質的には15倍を超えており決して割安ではない」と考えれば、積極的な押し目買いが入らないのも頷ける。

もっとも現在の日経平均PERは多くの企業について期初予想をベースに算出されている。企業が発表する期初予想は保守的なことが多く、四半期決算のタイミングなどで上方修正されるのが“恒例行事”だ。

今年度はコロナ禍の影響が残っていることもあり、期初予想が例年以上に保守的だろう。つまり、今後かなりの確度で業績見通しが上方修正されると考えられる。そこで、仮に SBG 以外の 224 社が業績予想を 5% 上方修正した場合を試算すると (図表 4-③)、PER が標準的な水準の 15 倍でも 3 万円に少し届かない。

一方、現行 PER に適用されている 4.5 兆円が仮に現実味を帯びると (図表 4-①)、PER15 倍で 3 万 1,000 円を超える。日経平均の割安度が増して実力で 3 万円を超えるかは、さしずめ SBG の業績動向がカギを握りそうだ。

【図表 4】日経平均“実力 3 万円”は SBG の業績動向がカギ

	5月31日終値 ベースのPER	PER別の日経平均 (円)		
		14倍	15倍	16倍
①現行 (4.5兆円)	13.95	28,963	<b>31,032</b>	33,101
②市場予想並み (約2兆円)	15.23	26,521	<b>28,416</b>	30,310
③SBG以外が5%上方修正 (約2兆円)	14.56	27,751	<b>29,733</b>	31,716

(注) 5月31日時点、株価の単位は円、カッコ内は SBG の純利益

(資料) QUICK より作成

以上

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。